

0-793830

На правах рукописи

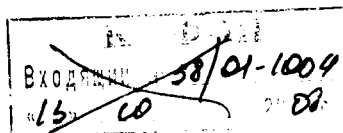
ТИМОФЕЕВ Александр Гурьевич

**ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ  
И КОРПОРАТИВНОЙ СОБСТВЕННОСТИ  
В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ**

Специальность 08.00.01 – Экономическая теория

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Чебоксары  
2008



Работа выполнена в ФГОУ ВПО «Чувашский государственный университет им. И.Н. Ульянова»

**Научный руководитель:** доктор экономических наук,  
профессор  
**Яковлев Георгий Еромолаевич**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук,  
профессор  
**Тумаланов Николай Васильевич**  
кандидат экономических наук,  
доцент  
**Ларионова Нина Ивановна**

**Ведущая организация:** Казанский государственный финансово-экономический институт

Защита состоится «    »                      2008 г. в            часов на заседании диссертационного совета Д 212.301.01 при ФГОУ ВПО «Чувашский государственный университет имени И.Н. Ульянова» по адресу: 428034, г. Чебоксары, ул. Университетская, д.38, ауд. 301.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Чувашского государственного университета имени И.Н. Ульянова.

Автореферат разослан «    »

2008 -

**Ученый секретарь**  
диссертационного совета,  
доктор экономических наук, профессор



НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000714745

Т.В. Мужжавлёва

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Развитие корпоративных форм собственности и формирование рынка ценных бумаг в РФ – очень сложный социально-экономический и политический процесс, который в наиболее ярком и концентрированном виде раскрывает все сложности становления рыночных основ хозяйствования.

В комплексе узловых проблем экономической теории особое значение сегодня приобретает проблема соотношения двух взаимосвязанных категорий – корпоративной собственности и рынка ценных бумаг.

Разработка теоретической базы продвижения акционерных компаний на рынке ценных бумаг, диалектика рынка ценных бумаг корпоративной собственности, систематизация всех сегментов (элементов) этого рынка, объединение их в единый взаимосвязанный механизм с пониманием сути и основных направлений развития и действия этого механизма, обоснование принципов и задач его функционирования и, наконец, прогнозирование последствий и направленности его действий является важнейшим направлением экономической теории в современных условиях.

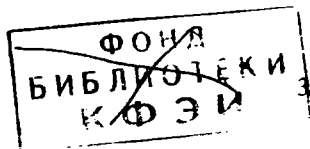
Исследование вышеуказанных проблем предопределило выбор темы диссертации, а также формулировку цели и задач, поставленных в ней.

**Степень разработанности проблемы.** С целью выявления взаимосвязи рынка ценных бумаг и корпоративной собственности пришлось обратиться к многочисленным современным публикациям по рынку ценных бумаг, инвестиционной тематике и теме корпоративной собственности. В западной экономической науке собственность являлась предметом анализа у таких ученых, как А. Алчиан, А. Берле, Г. Демсец, Р. Коуз, Д. Норд, Р. Познер.

Методологические основы рыночных отношений заложены в работах отечественных ученых: Л. Абалкина, А. Аганбегяна, Г. Бунича, А. Лившица, О. Мамедова, Н. Петракова, Н. Шмелева и др.

При анализе научных основ механизма развития и функционирования рынка ценных бумаг автор опирался на труды Н. Алексеева, Б. Алехина, С. Анесянца, И. Балабинсова, А. Басова, Т. Бердниковой, В. Галанова, А. Грязновой, А. Радыгина, Я. Миркина и др.; позиции зарубежных авторов: Н. Ансоффа, С. Брю, К. Кейнса, Ф. Котлера, К. Макконнелла, А. Маршалла, Д. Сакса, П. Самуэльсона и др.

Методологические исследования проблем трансформации отношений собственности, особенностей перераспределения прав собственности осуществлялись Л.И. Абалкиным, Б.Н. Акбашевым, В.Н. Афанасьевым, А. Берли, Р.И. Капелюшниковым, Н.Д. Колесовым, Г. Клейнером, В.В. Куликовым, Л.П. Кураковым, М. Минзом, Д. Никологорским, Р. Нуреевым, Ю. Преваловым, Н.Я. Петраковым, А. Радыгиным, Ж.-Ж. Розой, Э. Рудыком и др.



Мотивационные аспекты взаимосвязи рынка ценных бумаг и корпоративной собственности исследуются в трудах А. Смита, И. Бентама, Дж. Кейнса, И. Шумпетера, О. Уильямсона, А.Н. Олейника.

Анализ источников позволяет сделать вывод о том, что проблема взаимодействия рынка ценных бумаг и корпоративной собственности в современной России нуждается в дальнейших исследованиях.

Эти обстоятельства определили выбор цели и конкретных задач диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.** С учетом актуальности поставленных проблем целью настоящего исследования явилось определение основных приоритетов при взаимодействии рынка ценных бумаг и корпоративной собственности в современной экономической системе.

Для достижения цели в диссертационном исследовании были поставлены следующие задачи:

1. Определить сущность рынка ценных бумаг как экономической категории.

2. Выявить экономическое содержание корпоративной собственности в условиях взаимодействия с рынком ценных бумаг.

3. Доказать роль концентрации и централизации ценных бумаг в корпоративном управлении.

4. Выявить региональные особенности рынка ценных бумаг.

5. Обосновать необходимость формирования системы регулирования рынка ценных бумаг в современных условиях.

**Объектом диссертационного исследования** является рынок ценных бумаг и корпоративная собственность.

**Предметом диссертационного исследования** являются отношения, складывающиеся при взаимодействии рынка ценных бумаг и корпоративной собственности в современных условиях.

**Область исследования.** Диссертационное исследование проведено в соответствии с п.1.1 – «Политическая экономия: взаимодействие производительных сил, экономических форм и методов хозяйствования и институциональных структур» по специальности 08.00.01. – Экономическая теория паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

**Методология и методы исследования.** Теоретическую базу диссертационной работы составили труды отечественных и зарубежных исследователей по проблемам развития рынка ценных бумаг, анализу рыночных отношений, перераспределения денежных ресурсов, эффективности рынка ценных бумаг, корпоративной собственности, финансово-инвестиционных институтов управления собственностью и институционального регулирования экономики. В диссертации широко использованы работы ученых-экономистов различных школ и направлений. Их критический анализ и переосмысление под углом зрения взаимосвязи рынка ценных бумаг и корпоративной собственности, отношений собственности позволили комплексно

рассмотреть проблему взаимосвязи формы собственности и механизма привлечения инвестиционных средств.

В процессе выполнения диссертационного исследования применялись: системный подход, сочетание приемов дедукции и индукции, метод научной абстракции, сравнительный и статистический анализ.

Эмпирическая база диссертационного исследования представлена официальными данными статистических органов, опубликованными в соответствующих отчетах и справочниках федерального и регионального уровней; нормативно-правовой базой органов власти всех уровней; материалами периодических печатных изданий.

**Научная новизна результатов исследования.** Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке теоретико-методологических основ взаимодействия рынка ценных бумаг и корпоративной собственности и практических рекомендаций в современной экономической системе, и выражается в следующем:

- уточнена сущностная характеристика рынка ценных бумаг как экономической категории, представляющей совокупность экономических отношений, возникающих между хозяйствующими субъектами по поводу привлечения и размещения ценных бумаг, а также воздействия их на деятельность владельцев ценных бумаг, на присвоение совместного дохода – дивиденда, и контроль за деятельностью всех участников рынка ценных бумаг;

- выявлено экономическое содержание корпоративной собственности как наиболее эффективной формы взаимодействия государственных и частных инвестиций, направленных на рост общей долевой собственности и дополнительных доходов держателей ценных бумаг на основе повышения их мотивации в приумножении корпоративной собственности и бережного к ней отношения;

- доказано, что централизация и концентрация ценных бумаг ведет к созданию крупных корпоративных предпринимательских структур, организация которых требует обособления функций собственника – распорядителя и владельца – пользователя кооперативной собственности;

- выявлено, что капитализация рынка ценных бумаг отражает степень его развития и выражается в интегральном показателе – в суммарной рыночной цене всех находящихся в обращении акций за определенный период времени;

- предложены меры по формированию системы регулирования рынка ценных бумаг, ориентированного на привлечение инвестиций, на защиту внешних и внутренних инвесторов, на модернизацию экономики в целом, на финансирование экономического роста и обеспечение прозрачности рынка ценных бумаг;

- обоснована необходимость внедрения и неукоснительного соблюдения Кодекса корпоративного поведения в интересах повышения уровня

корпоративного управления и усиления деятельности рынка ценных бумаг как субъекта корпоративных отношений.

**Теоретическая и практическая значимость диссертационной работы** определяется актуальностью поставленных задач и достигнутым уровнем разработанности проблемы. Теоретическая значимость результатов исследования состоит в том, что разработанные положения используются в учебном процессе при преподавании дисциплин микро- и макроэкономики по курсу «Экономическая теория» на экономических факультетах Чувашского государственного университета им. И.Н.Ульянова и Марийского государственного университета.

Практическая значимость работы заключается в том, что разработанные рекомендации могут быть использованы федеральными и региональными органами управления для регулирования инвестиционных ресурсов рынка ценных бумаг в приумножении собственности корпораций.

**Структура и содержание работы.** Структура диссертации отражает логику и специфику авторского подхода к исследованию проблемы взаимосвязи отношений собственности и инвестиционного процесса. Работа изложена на 150 страницах печатного текста, включая 10 таблиц, 7 рисунков, и состоит из введения, двух глав с 6 параграфами, заключения, списка использованной литературы и приложений.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения диссертационного исследования отражены в докладах на научно-практических конференциях профессорско-преподавательского состава МарГУ (г. Йошкар-Ола, МарГУ, 1996 г., 1997 г., 2001 г., 2003 г., 2004 г., 2005 г., 2006 г., 2007 г., 2008 г.), на V Всероссийском симпозиуме по прикладной и промышленной математике в г. Кисловодске. Тема диссертационного исследования выполнялась в рамках комплексной кафедральной темы. Отдельные положения изложены автором в 15 опубликованных работах общим объемом более 3.0 п.л. (в том числе автором – 1,86 п.л.)

## **ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ**

1. При определении теоретико-методологических основ взаимодействия рынка ценных бумаг и корпоративной собственности в современной экономической системе уточнена сущностная характеристика рынка ценных бумаг как экономической категории, представляющей совокупность экономических отношений, возникающих между хозяйствующими субъектами по поводу привлечения и размещения ценных бумаг, а также воздействия их на деятельность владельцев ценных бумаг, на присвоение совместного дохода – дивиденда, и контроль за деятельностью всех участников рынка ценных бумаг, и выражается в следующем:

При рассмотрении теоретических и методологических основ рынка ценных бумаг выявлено, что интерес к рынку ценных бумаг всегда находился в поле зрения зарубежных и отечественных ученых, но некоторые проблемы развития рынка ценных бумаг рассмотрены не полностью и требуют дальнейшей доработки.

Историческое развитие экономических механизмов распределения и перераспределения богатства, размещения денежных ресурсов к настоящему времени снизило значение «нерыночных» методов аккумуляции и перемещения денежных ресурсов, повысив роль финансового рынка, и, следовательно, рынка ценных бумаг, его сегментов и используемых ими приемов в обеспечении процессов перетока денежных ресурсов в экономике и перераспределении доходов.

Со временем финансовая техника совершенствовалась и рождала новые способы соединения интересов поставщиков и потребителей денежных ресурсов.

Развитие института долевого участия в прибылях и долевого финансирования привело к появлению инструмента корпоративного строительства – акции. Некоторое время данные прообразы ценных бумаг существовали преимущественно вне рынка. С установлением мест их регулярной торговли рынок ценных бумаг постепенно стал завоевывать свою нишу в регулировании денежных потоков, кредитных и корпоративных отношений.

На взгляд автора, рынок ценных бумаг как экономическая категория в своей сущности представляет совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его субъектами (производителями, потребителями, посредниками) и обращающий экономические интересы участников рыночных отношений по поводу получения дохода.

Рынок ценных бумаг функционирует эффективно, если он не только обеспечивает минимум затрат на перераспределение финансовых ресурсов в экономике (имея в виду здесь и денежные, и временные затраты), но и обладает определенной способностью направлять эти ресурсы в сферы, обладающие наивысшими показателями эффективности (рентабельности, прибыльности) или сферы с наилучшими перспективами развития.

Для того чтобы выполнять столь сложную задачу, рынком используется такой атрибутивный индикатор, как цена на ценные бумаги. При этом цена за товар, как ценные бумаги, обращающийся на данном рынке, имеет двойственную природу. С одной стороны, это компромисс между спросом и предложением, удовлетворение потребностей продавца (преследующего, скажем, цель аккумулировать необходимый денежный фонд) и покупателя (стремящегося, например, приумножить свой денежный капитал посредством ценных бумаг). С другой стороны, обозначенный микроаспект при достижении определенных масштабов перерастает в макроэффект. Это

происходит, когда цена на ценные бумаги, складывающаяся на рынке, начинает указывать на степень привлекательности отдельных секторов экономики или предприятий. Информация о ценах и котировках становится интересной и важной для широкого круга пользователей – предприятий, банков, частных лиц – резидентов и нерезидентов, правительственных министерств, центральных банков.

Анализ интересов и поведения субъектов инвестиционной деятельности с позиций отношений собственности позволил сделать вывод о том, что рынок ценных бумаг и корпоративная собственность тесным образом взаимосвязаны.

**2. Выявлено экономическое содержание корпоративной собственности как наиболее эффективной формы взаимодействия государственных и частных инвестиций, направленных на рост общей долевой собственности и дополнительных доходов держателей ценных бумаг на основе повышения их мотивации в приумножении корпоративной собственности и бережного к ней отношения.**

Рынок ценных бумаг как один из сегментов финансового рынка играет важную роль в развитии корпораций. Корпоративная собственность также динамична и изменчива в своем развитии, как динамичен и изменчив рынок ценных бумаг.

Как показывает отечественный и особенно зарубежный опыт, корпорация – наиболее эффективный организационный механизм в условиях рынка. Через нее успешно решаются такие экономические и социальные задачи, как: целенаправленная мобилизация денежных и материальных ресурсов; распределение риска предпринимательства между многими участниками общества; мотивация работников в повышении производительности труда и бережном отношении к собственности предприятия; получение дополнительных доходов многочисленными держателями акций.

Термины "корпорация", "корпоративная собственность" стали все чаще использоваться в средствах массовой информации и в экономической литературе, постепенно формируя представление об эффективности корпоративной собственности, об одном из способов эффективного управления и вывода российских предприятий на мировые рынки. Наряду с этим, активное сотрудничество с зарубежными партнерами предоставило возможность российским руководителям различных рангов изучать опыт корпораций передовых зарубежных стран с целью заимствования, но с учетом российских особенностей.

Корпорация, как участник товарообменных и производственных процессов, непосредственно связана с процессом накопления капитала как в масштабе национальной экономики отдельно взятой страны, так и в мировом масштабе. С точки зрения политэкономии процесс накопления ка-



питала – это постоянное расширение совместной собственности акционеров и ресурсной базы воспроизводства прибыли, являющейся главным стимулом корпоративной деятельности. Ресурсы, обеспечивающие любой производственный процесс, складываются из совокупности возобновляемых и невозобновляемых источников материальных и нематериальных ценностей и рынка ценных бумаг.

Накопление совместного капитала, как накопление ресурсов производства и воспроизводства прибыли, требует наличия в обществе соответствующих организационных форм, позволяющих вовлекать в производственный процесс необходимый объем доступных ресурсов. Таким образом, появление корпораций является закономерностью развития воспроизводства, когда потенциал технического развития, социальные демократические свободы позволяют аккумулировать крупный денежный капитал, обеспечивающий бесперебойное движение и объединение человеческого труда и других ресурсов во имя решения крупных социально-экономических задач в обществе. В этой связи, корпорация с экономической точки зрения – инструмент накопления и концентрации денежного капитала путем объединения финансовых, материальных и других разрозненных владельцев.

С точки зрения гражданского права, развитие форм интеграции разрозненных единоличных прав собственности в единую коллективную собственность ставит вопрос об отделении непосредственных прав и функций собственника от прав и функций управляющего собственностью. В корпорациях, особенно с развитием открытых акционерных обществ, происходит выделение отдельной экономической функции управления капиталом, как производственным, человеческим и денежным капиталами.

Акционеры-собственники доверяют свои денежные капиталы управляющему, обязанному связать все необходимые ресурсы производства ради получения ими ренты в виде дивидендов – части чистой прибыли, являющейся целью акционеров. Предпринимательство, как деятельность, производящая прибыль, в свою очередь делится на две составляющие: активную, т.е. представленную непосредственным организатором и управляющим производства, и пассивную, т.е. связанную с непосредственными собственниками денежного капитала, питающего производственный процесс.

**3. Доказано, что централизация и концентрация ценных бумаг на рынке ведет к созданию крупных корпоративных предпринимательских структур, организация которых требует обособления функций собственника – распорядителя и владельца – пользователя кооперативной собственности.**

Исторически первой формой, на базе которой сформировалась корпоративная собственность, было капиталистическое частное предприятие. Капиталист-собственник предприятия, которому одному принадлежала «триада» правомочий: владения, пользования и распоряжения – единолично управлял принадлежащими ему активами. Как и любой рациональный собственник, желающий добиться наибольших выгод от активов, он стремился к максимизации прибыли управляемого предприятия. Именно такой капиталист описан в классических работах А. Смита, К. Маркса. Дальнейшее развитие и усложнение экономических отношений привели к появлению особых субъектов экономических отношений – корпораций, капитал которых принадлежал не одному, а группе собственников.

В настоящее время почти все средние и крупные компании организованы в форме корпораций. Организованное в форме корпорации деловое предприятие способно привлечь широкий круг инвесторов. Акционеры, хотя и владеют акциями, но управление осуществляет совет директоров, который назначается выборным голосованием. В его состав могут входить несколько представителей высшего менеджмента. Такое отделение собственности от управления является важнейшим условием существования корпорации и ее жизнеспособности. Менеджеры могут меняться, а корпорация продолжает существовать, акционеры могут продавать свои акции инвесторам.

Возможность быстрого объединения капиталов, даже достаточно большого числа собственников, создает условия для ускоренного развития корпоративной собственности. Акционерная форма имеет особые возможности для централизации капиталов, которая происходит путем покупки акций. Эта система в развитом виде, например, в виде создания специальных компаний по управлению акциями (финансовых холдингов), открывает широкие возможности «для централизации управления, доходов и концентрации собственности путем подчинения целых ярусов компаний».<sup>1</sup>

На практике только акционерная форма собственности оказалась способной на концентрацию собственности и централизацию капитала в очень крупных масштабах.

Это происходит на рынке ценных бумаг в результате движения курсов акций. Большие колебания рыночной стоимости (курсов) акций действуют как мощное средство перераспределения собственности и доходов в пользу крупных акционеров. Особенно это ощущается во время глобальных кризисов на рынке ценных бумаг.<sup>2</sup>

Правоту данного тезиса подтверждает современная практика. Подобные события можно встретить и на российском рынке ценных бумаг. В на-

<sup>1</sup> Анкипин, А.В. Кредитная система современного капитализма. / А.В. Анкипин. – М.: Наука, 1964. – 432с.

<sup>2</sup> Тимофеев А.Г. Взаимосвязь рынка ценных бумаг и корпоративной собственности / А.Г. Тимофеев // Основные направления стабилизации и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы науч.практ. конф. - Йошкар-Ола, 2004, С. 30-34.

стоящее время с апреля 2008 года рынок ценных бумаг переживает серьезнейший кризис, в результате которого все торгуемые ценные бумаги начиная с мая месяца потеряли в цене от 30% и более, а некоторые подешевели даже в 3 раза и вернулись к отметкам цены двухгодичной давности. Этими моментами пользуются крупные финансисты для покупки больших пакетов по низкой цене, и сами предприятия для выкупа по более низкой цене размещенных ранее с более высокой ценой ценных бумаг IPO.

В случае эффективного развития фондового рынка, организации, акции которых котируются на фондовых биржах, при применении правильной политики в области управления стоимости могут достигнуть значительного увеличения капитализации, сравнимой с мировыми компаниями.

Также сделан вывод о разнонаправленности выделенных типов интересов и существовании противоречий между ними. Например, главное противоречие, возникающее у субъекта в роли владельца и в роли распорядителя на любом из рассматриваемых уровней, – это противоречие между стремлением к накоплению и стремлением к потреблению. Однако, если на уровне инвестора и частного предприятия – получателя инвестиций, решение этого противоречия не нуждается в государственном регулировании, то на уровне территории и государства в целом такие регуляторы, безусловно, необходимы, например, в виде научно обоснованных экологических и других норм.

Как правило, мотивы деятельности субъектов, участвующих в конкретном инвестиционном проекте, в особенности собственников-инвесторов, являются более тонкими и специфицированными (конкретными). Но просчитать на этой основе поведение инвесторов и их реакцию на потенциальные возможности ведения инвестиционной деятельности в стране, в регионе или на конкретном объекте можно и необходимо. Такой анализ позволит определить возможные и желательные направления становления и развития процессов управления собственностью на основании складывающихся условий.

Возможные типы контроля над собственностью, а следовательно, и контроля над инвестиционным процессом, довольно подробно рассмотрены в литературе, однако практически все представленные варианты, по существу, интерпретируют классическое высказывание А. Берли и М. Минза<sup>3</sup>, которые относят к их числу: 1) контроль через полную собственность; 2) контроль через большинство акций – в этом случае собственность на выпущенные акции составляет 51 %; 3) контроль через механизм соподчинения; 4) контроль через меньшинство акций (т.н. «рабочий контроль»); 5) управленческий контроль.

---

<sup>3</sup> Berle A., Means M. The Modern Corporation and Private Property. N.Y.: William S. Hein & Co., 2000 (rev. ed.), p. 422.

Многовариантная публикуемая статистическая информация о формировании капитала российских предприятий вряд ли может дать представление о том, к какой из перечисленных моделей относится их большинство, в то время как в зависимости от группы доминирующего собственника на предприятии меняется и степень мотивации субъектов, и результативность всей финансово-хозяйственной деятельности.

Кроме того, расстановка сил на предприятии не всегда соответствует тем долям в уставном капитале, которые принадлежат акционерам, что свидетельствует о наличии иных факторов, влияющих на формирование контроля, а также особенностей во взаимоотношениях между различными группами акционеров. И в большинстве случаев речь идет о контрактных отношениях либо между партнерами-сособственниками, либо между собственником и владельцем материальных или финансовых ресурсов (директор и стратегический инвестор, либо односторонняя сила, реализующая интересы исключительно директора).

В данных условиях наибольшее значение имеет проблема отделения контроля от других правомочий отношений собственности. В диссертационном исследовании представлена классификация участников инвестиционной деятельности предприятия. К «внутренним» участникам относятся инвесторы и менеджеры, а к «внешним» – физические и юридические лица, решения которых оказывают влияние на инвестиционные решения предприятия.

В зависимости от характера деятельности и объекта управления собственник может либо сам управлять всем своим инвестируемым имуществом, либо делегировать свои полномочия менеджеру (частично или полностью). В абсолютном большинстве работ утверждается сдвиг интересов менеджеров и собственников крупных предприятий к перераспределению прав собственности с целью привлечения стратегического инвестора. Очевидным приоритетом в системе их интересов пользуются кредитно-финансовые институты с учетом их финансовых возможностей. Применительно к малым предприятиям следует подчеркнуть их стратегическую заинтересованность в интеграции с производителями.

**4. Выявлено, что капитализация рынка ценных бумаг отражает степень его развития и выражается в интегральном показателе – в суммарной рыночной цене всех находящихся в обращении акций за определенный период времени.**

Операционная способность и эластичность рынка лучше всего характеризуются данными котировок акций и капитализацией рынка.

Сущность финансового рынка заключается в том, что снабжение оказывается более «эффективным» в сравнении с альтернативными способами финансирования.

Проблемами диверсификации, значением роли рынков ценных бумаг в снижении рисков инвестирования занимался Б. Фридман. Он рассматривал проблемы диверсификации рисков по видам активов, страхования непредвиденных рисков и их распределение между агентами, проводил анализ экономии на масштабах операций и выгод от специализации финансовых посредников.

Инновационная функция рынка ценных бумаг реализуется в результате одновременного обращения на рынках ценных бумаг самых разнообразных корпораций, относящихся к различным секторам экономики. На основе оценки степени перспективности предприятий тех или иных отраслей формируется соответствующая система курсов их ценных бумаг. Наиболее передовые предприятия и отрасли получают и более высокую оценку ценных бумаг со стороны участников рынка, инвесторов. Тем самым они (предприятия и отрасли) имеют возможность привлечения дополнительных инвестиций за счет новых выпусков ценных бумаг и их размещения на финансовых рынках. Ведомые частным корыстным интересом (максимизацией доходности) инвесторы способствуют формированию и развитию наиболее перспективных производств, внедрению в хозяйственную практику самых передовых технологий и разработок, что способствует росту эффективности рынка ценных бумаг.

Благодаря рынку ценных бумаг формируется оптимальная структура общественного производства (не только по размещению капитала, но и по его размерам в отдельных отраслях и производствах) и создается бездефицитная экономика: общественное производство в основном соответствует общественному спросу.

Обычно считается, что рынок ценных бумаг, как финансовый посредник, способствует более эффективному движению капитала. Однако данное утверждение не однозначно. Иногда посредники увеличивают затраты, связанные с привлечением капитала. Если имеется возможность заемщику напрямую обратиться к займодавцу, избежав посредничества, то это удешевляет стоимость привлекаемых ресурсов, чему способствует секьюритизация финансовых ресурсов. Секьюритизация - это процесс увеличения роли ценных бумаг на финансовых рынках. При секьюритизации низколиквидные активы трансформируются в ценные бумаги, которые предлагаются инвесторам. Зачастую эмиссия ценных бумаг позволяет привлечь финансовые ресурсы значительно дешевле и быстрее.

С увеличением роли ценных бумаг на финансовых рынках низколиквидные активы трансформируются в ценные бумаги, которые предлагаются инвесторам. Зачастую эмиссия ценных бумаг позволяет привлечь финансовые ресурсы значительно дешевле и быстрее.

Расширение акционерного корпоративного капитала происходит путем эмиссии дополнительных выпусков акций. На первичных рынках это проявляется через рост совокупных эмиссий при одновременном увеличе-

нии доли акций в структуре эмиссий. Такая структура эмиссий на первичных рынках характерна для начального периода фазы подъема.

Например, предприятие испытывает недостаток финансовых ресурсов. Оно может либо обратиться в банк за кредитом, либо выпустить облигации. В первом случае банк выступает посредником и за свои услуги будет брать определенную плату. Во втором случае предприятие продает облигации прямо инвесторам, что снижает транзакционные издержки.

Владение акциями — это серьезный инвестиционный инструмент, с помощью которого люди во всем мире сохраняют и приумножают свои капиталы. Однако российская специфика ведения бизнеса такова, что наиболее выгодным инструментом инвестирования в акции стала игра на бирже, использование манипулятивных технологий и корпоративного шантажа.

Растущая потребность российских компаний в финансовых ресурсах для развития и повышения конкурентоспособности повышает значение появления новых финансовых инструментов их привлечения. Величина объема инвестиций и инструментов привлечения влияет на экономическую свободу субъекта. Сложной задачей остается разработка динамической модели оценки экономической свободы.<sup>4</sup>

Объем биржевой торговли акциями на российских биржах в 2007 году составил 31,4 трлн. рублей, то есть так же приблизился к уровню ВВП. Во многом такой рост был обусловлен расширением российскими компаниями практики привлечения инвестиций на рынки ценных бумаг. Это, в свою очередь, в еще большей степени сказалось на показателях рыночной капитализации. Так, в течение 1997 — 2003 годов увеличение курсовой стоимости обращающихся на рынке акций на 90 процентов, а иногда на все 100 процентов обеспечивало прирост совокупной капитализации рынка. Фактически приток на рынок новых ценных бумаг отсутствовал. В 2006 году уже свыше 30 процентов прироста капитализации рынка ценных бумаг было обеспечено новыми эмиссиями, а в 2007 году новые эмиссии обеспечили более 50 процентов роста рыночной капитализации.

В результате за последние годы возросла конкурентоспособность российского финансового рынка. Так, с 2004 по 2007 годы удельный вес России в совокупной капитализации 48 крупнейших финансовых рынков мира возрос с менее чем 1 процента до 2,4 процентов.

В 2007 году объем зарегистрированных ФСФР России выпусков эмиссионных ценных бумаг по номинальной стоимости составил 1889,3 млрд. рублей. По открытой подписке было размещено эмиссионных ценных бумаг на сумму 691 млрд. рублей, что эквивалентно 10 процентам к величине инвестиций в основной капитал.

---

<sup>4</sup> Тимофеев, А.Г. К вопросу об эффективности применения финансовых инструментов. / А.Г.Тимофеев // Формирование инновационной стратегии развития экономики регионов России: материалы научно-практической конф. / МарГУ. - Йошкар-Ола, 2006. — С. 267-268.

В то же время, по существующим оценкам рыночная стоимость публичного размещения акций в 2007 году приблизилась к 30 млрд. долларов или 740 млрд. рублей. Таким образом, объем капитала, привлеченного путем публичного выпуска акций и облигаций, может быть оценен в размере около 1360 млрд. рублей или более 21 процента от объема инвестиций в основной капитал (целевой ориентир Стратегии – 20 процентов к 2008 году), а соотношение объема капитала, привлеченного российскими компаниями посредством эмиссии ценных бумаг, и объема инвестиций в основной капитал превысило 35 процентов (целевой ориентир Стратегии – 35-40 процентов к 2008 году)<sup>69</sup>.

**5. Предложены меры по формированию системы регулирования рынка ценных бумаг, ориентированного на привлечение инвестиций, на защиту внешних и внутренних инвесторов, на модернизацию экономики в целом, на финансирование экономического роста и обеспечение прозрачности рынка ценных бумаг.**

Инструменты, которые ныне используют корпорации на рынке ценных бумаг, сформированы под влиянием особенностей развития российского рынка как экономической системы внутренних денежно-кредитных отношений и институциональных особенностей.

Практика корпоративного управления корпоративной собственностью разработала набор механизмов, которые заставляют менеджмент действовать в интересах компании.

На основе описания проблем корпоративного управления через призму инструментария новой институциональной экономической теории обозначена сопряженность с другими аспектами экономической организации. Рассматриваются специфические проблемы корпоративного управления, в том числе недобросовестного корпоративного захвата. Показано, что в начале XXI века в России сформировалась модель корпоративного управления, в которой в той или иной форме доминирует собственник-инсайдер со сравнительно коротким временным горизонтом принятия решений. Это создает существенные ограничения для ориентированного на нововведения развития.

Если внешние формы контроля действий исполнителя (менеджера) – прежде всего, фондовый рынок и недружественные захваты – работают плохо, а также существует проблема коллективных действий разрозненных акционеров, то прямой контроль через концентрацию блокирующего (или более значительного) пакета акций создает условия для решения проблемы управления поведением исполнителя.

Практика многих корпораций показывает, что только у крупнейших предприятий можно наблюдать хорошие показатели самофинансирования,

---

<sup>69</sup> www.fcsm.ru

но при этом ценные бумаги остаются главным инструментом их инвестирования.<sup>5</sup>

Всякой компании нужно составить свой собственный план преобразований, отвечающий ее специфическим потребностям. Большинству фирм лучше начать с диагностического анализа. В области финансов рекомендуется определить стоимость каждой хозяйственной единицы и составить калькуляцию ее экономической прибыли. Множество методик в области управления стоимостью компании разработаны с целью постановки проблемы с использованием и рынка ценных бумаг, при этом менеджмент должен быть способен найти оптимальное решение.

В организационном плане руководству необходимо собрать базу данных, отражающих качество функционирования нынешней организационной структуры и действующей системы управления эффективностью. Прагматический, ориентированный на конкретные действия подход способствует тому, чтобы процесс создания стоимости осуществлялся с подлинным энтузиазмом, а не увязал в бюрократических отписках и проволочках.

В последнее время крайне обостряется проблема эффективного использования финансовых инструментов рынка ценных бумаг в системе управления корпоративной собственностью. Остроту данной проблемы можно снять с использованием наложения операций, существующих на рынке ценных бумаг, на финансово-кредитный механизм реальной экономики, а именно, используя хеджа операции, как нового инвестиционного рычага, главным инструментом которого является новая ценная бумага.<sup>6</sup>

На рисунке 3 представлен инструмент привлечения финансовых ресурсов.

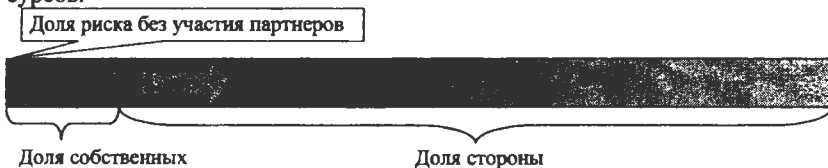


Рис. 3. Инструмент привлечения финансовых ресурсов

На российском рынке связь между практикой корпоративного управления и рынком ценных бумаг сводится к рассмотрению влияния цен акций на оперативное управление компанией. При этом темп роста индекса

<sup>5</sup> Бакан, Джозл Корпорация : патологическая гонка за прибылью и властью / пер. с англ. Т.А. Дегтяревой, М.С. Калачовой. – М. : Вильямс, 2007.

<sup>6</sup> Тимофеев А.Г. Подход к применению эффективных финансовых инструментов и рычагов, основанных на конкурентоспособных условиях кредитования. // Обозрение прикладной и промышленной математики – М., 2004. – Т.12. – С. 933-934.



компаний с более высоким уровнем корпоративного управления значительно превышает темпы роста индекса компаний с более низким уровнем.

На сегодняшний день российский рынок ценных бумаг находится в стадии формирования, акции многих компаний являются недооцененными по сравнению с их фундаментальной стоимостью. Многие компании ищут новые инструменты привлечения и инвестирования средств, во многом это зависит от стратегии развития модели корпоративной собственности, рынка ценных бумаг и региона, что требует определения основных приоритетов при взаимодействии рынка ценных бумаг и корпоративной собственности в современной экономической системе.

Еще более актуальными представляются проблемы прозрачности российского рынка ценных бумаг и раскрытия ими информации. Компании не уделяют значительного внимания вопросам связей с инвесторами (IR), лишь в немногих компаниях созданы отделы по связям с инвесторами и представителями рынка ценных бумаг, в функции которых входит постоянное взаимодействие с последними, а также своевременное предоставление им информации о совместной деятельности компании и рынка ценных бумаг.

Решение проблемы в инвестиционной сфере с помощью иностранных кредитов в стратегическом плане вряд ли возможно. Для их погашения заемщикам государство должно создать экспортное производство, как надежный источник получения инвалютной выручки, и обеспечить законодательно-правовую защиту иностранных инвестиций<sup>7</sup>. Непрозрачность, конечно же, отталкивает капитал. В мировой практике используется «индекс непрозрачности», отражающий качество законодательства, дефекты правил отчетности, масштабы коррупции, хаос в налоговой системе.

В силу вышесказанного, предложены меры по формированию системы регулирования рынка ценных бумаг, ориентированного на привлечение инвестиций, защиту внешних и внутренних инвесторов, модернизацию экономики в целом, на финансирование экономического роста и обеспечение прозрачности рынка ценных бумаг.

Механизмы слияния и поглощения компаний в России имеют свои характерные особенности, среди которых можно отметить: снижение портфельных инвестиций и увеличение числа операций выкупа акций с целью передела собственности; преобладание агрессивного поглощения через банкротство и различные долговые схемы (переуступка прав требования, замена кредитора, формирование и накопление подконтрольной кредиторской задолженности и т.п.), но возможно и открытое предложение; неформальный контроль.

В 2007 году ММВБ-Поволжье заняла 4-е место среди региональных бирж на рынке ценных бумаг. На ее долю пришлось 6,78% от региональ-

---

<sup>7</sup> Кураков, Л.П. Стратегические направления развития российской экономики / Л.П. Кураков, Л.С. Тарасевич. - М.: Вуз и школа, 2001. - С.287.

ного оборота и 1,18% от суммарного оборота на рынке ценных бумаг(табл.2).

Можно сказать, что на уровне предприятия концентрация собственности способствует привлечению инвестиций и росту производства. Однако утверждение, что концентрация способствует прогрессу, не означает, что крупные собственники всегда эффективнее остальных частных владельцев.

В работе выделены основные ограничения инвестиционной деятельности: закрытость относительно структуры собственности; неформальные либо доверительные отношения между субъектами инвестиционной деятельности; значительное влияние государства и другие.

Таблица 2

Обороты по рынку ценных бумаг в 2006-2007 гг.

Показатели	2005 г.		2006 г.		2007 г.		Изменение
	Оборот, млн.руб.	% от регионального оборота	Оборот, млн.руб.	% от регионального оборота	Оборот, млн.руб.	% от регионального оборота	
СПББ	1 741 468	42,3	3 430	40,42	6 976	45,75	103,4
СМББ	3 148 354	38,2	3 148	37,09	5 341	35,03	69,7
ММББ-Урал	902 819	7,73	902 819	10,64	1329 231	8,72	47,2
ММББ-Поволжье	546 808	6,12	546 808	6,44	1 033	6,78	89,0
СВМБ	381 593	4,50	381 593	4,50	460 592	3,02	20,7
ММББ-Юг	66 590	0,78	66 590	0,78	93 114	0,61	39,8

Неэффективная система отношений собственности (с точки зрения собственности и контроля), механизмов ее защиты ведет к низким рейтинговым оценкам российских предприятий, занижает их инвестиционную привлекательность, что, в свою очередь, тормозит процессы реструктуризации предприятий и не способствует привлечению инвестиций.

Теоретически институциональные преобразования должны преследовать цель трансформации форм реализации собственности в зависимости от существующей рыночной среды и видения предполагаемых результатов. Однако на практике современное развитие форм реализации отношений собственности неадекватно структуре институциональных преобразований.

Важнейшим фактором, непосредственно влияющим на условия и способы осуществления инвестиций, является формирование государством системы формальных институтов инвестиционной сферы. С инвестиционной политикой непосредственно связана достаточно короткая цепочка формируемых институтов.

Она начинается с норм и организаций, регулирующих процессы аккумуляции и перемещения капиталов. К ним относятся институты, регулирующие инвестиционную деятельность банковской сферы, инвестиционных фондов, страховых компаний, пенсионных фондов, строительных обществ и т.п., а также институты рынка ценных бумаг.

**6. Обоснована необходимость внедрения и неукоснительного соблюдения Кодекса корпоративного поведения в интересах повышения уровня корпоративного управления и усиления деятельности рынка ценных бумаг как субъекта корпоративных отношений.**

Уровень развития корпоративного управления является, с одной стороны, ключевым условием привлечения инвестиций в долгосрочное развитие (в том числе благодаря оптимальному размещению ресурсов и снижению стоимости капитала), с другой стороны, залогом роста капитализации компании, а, следовательно, фактором экономического роста<sup>8</sup>.

В российской экономике возможности роста производства за счет расширения внутреннего спроса и загрузки уже имеющихся мощностей исчерпаны. Высокие мировые цены на нефть не вечны. Так что для достижения устойчивых и высоких темпов экономического роста необходимо расширять несырьевой экспорт и активизировать рынки ценных бумаг. Для всего этого нужны инвестиции. Однако, серьезные инвесторы не дают денег компаниям с низким качеством корпоративного управления.

Таким образом, улучшение корпоративного управления содействует как экономическому росту, так и развитию рынка ценных бумаг.

Как показывает практика, инвесторы стали более требовательными в отношении практики корпоративного управления. Поэтому директивные органы развертывают активную борьбу с мошенничеством и финансовыми махинациями, совершенствуют нормативную базу с целью повышения уровня корпоративного управления.

Корпоративное управление определяется как совокупность организационных, правовых и экономических мер, направленных на повышение стоимости компании и максимизацию ее прибыли.

В результате реформы корпоративного управления и нарастающего интереса к этой проблеме развитие рынка ценных бумаг способствовало повышению уровня качества корпоративного управления в российских компаниях. В настоящее время наблюдается положительная тенденция в структуре состава совета, появился институт независимых директоров. Наблюдается улучшение в практике проведения общих собраний акционеров (регулярность, место проведения, формирование повестки дня, извещение акционеров, полномочия собрания, процедуры голосования и подсчета голосов); с 2001 - 2002 гг. некоторые компании стали вводить систему опционов для высшего и среднего менеджмента. Такая схема по повышению мотивации менеджеров уже действует в ОАО «Татнефть», РАО «Газпром», в компании «Вимм-Билль-Данн»<sup>9</sup>. Многие крупные компании включили принцип ответственности в свои корпо-

<sup>8</sup> Кох, И. А. Инвестиционные характеристики ценных бумаг и портфелей. /И.Кох. - Казань : изд-во Казан. ун-та, 2006. - С.87.

<sup>9</sup> Радыгин, А. Как защититься добросовестному инвестору. Некоторые прикладные рекомендации / Радыгин А. // Журнал для акционеров. - 2003. - №5. - С. 14.

ративные стратегии (социальная ответственность, решение экологических проблем, борьба с дискриминацией).

Россия сегодня одна из передовых стран в смысле участия рынка ценных бумаг в корпоративном управлении. У нас создано около десятка информационно-аналитических продуктов, в той или иной мере характеризующих участие рынка ценных бумаг в корпоративном управлении российским бизнесом.

Однако, вместе с тем, следует отметить и тот факт, что больше всего по пути улучшения деятельности рынка ценных бумаг в корпоративном управлении продвинулись только крупнейшие компании, принадлежащие к нефтегазовой промышленности, электроэнергетике и телекоммуникационной отрасли. Одновременно эти компании являются и наиболее капитализированными, определяя важную черту российского фондового рынка ценных бумаг: 90% его капитализации приходится на 10% наиболее торгуемых на нем акций.<sup>10</sup> Усилия таких компаний направлены на западные финансовые рынки, где требования инвесторов и критерии листинга на ведущих биржах делают высокое качество корпоративного управления неперенным условием для выхода на эти рынки. Что же касается остальных компаний, составляющих в количественном отношении большинство, то у них низкий уровень корпоративной культуры и управления.

Таким образом, другой важной чертой состояния системы корпоративного управления в России является низкий его уровень и слабая культура корпоративного управления в регионах. Так, по данным опросов, руководители 50% компаний, находящихся за пределами Москвы, никогда не слышали о Кодексе корпоративного поведения, а из тех, кто знает о нем, только 23% планируют серьезно заняться вопросами организации системы корпоративного управления на предприятии.<sup>11</sup>

Корпоративное управление должно строиться на внедрении Кодекса корпоративного поведения и его четком соблюдении. Спецификой России является то, что крупные акционеры непосредственно участвующие в оперативном управлении компанией, часто об этом забывают.

Наиболее распространенными нарушениями Кодекса являются:

- перенос финансового бремени прежних компаний на миноритариев в ходе реорганизации и перевод прибыльного бизнеса в новые компании; вывод активов в аффилированные компании без учета мнения миноритарных акционеров;
- нарушение права акционеров на участие в управлении компанией, в частности, права на участие в общем собрании акционеров (менеджеры прямо или косвенно контролируют регистраторов, создают препятствия для реализации прав акционеров эффективно участвовать и голосовать

<sup>10</sup> Кантр, Е. Как важно быть прозрачным. / Е. Кантр // Слияния и поглощения. - 2003. - №1. — С. 4.

<sup>11</sup> Интернет. Лента новостей [www.lenta.ru](http://www.lenta.ru)

на собрании, не информируют акционеров о существенных изменениях в деятельности компании) и т.д.

В России актуальна проблема защиты прав не только миноритарных, но и мажоритарных акционеров: существуют прецеденты использования миноритарными акционерами технологии корпоративного шантажа (greep-mail). По оценкам, классический корпоративный шантаж (предложение выкупить акции по завышенной цене) в России имеет свои особенности: использование миноритариев для давления на компанию более типично для конфликтов между крупными (конкурирующими) компаниями.<sup>12</sup>

Практика работы и роль рынка ценных бумаг в компаниях также находятся на достаточно низком уровне. Остаются частыми отказы директоров, чьи полномочия были прекращены общим собранием акционеров, передать власть и обеспечить доступ к финансовой информации, и осуществление директорами компании крупных сделок без одобрения совета директоров.

По мере развития практики совместной деятельности рынка ценных бумаг и корпоративного управления необходимо осуществлять систематическую работу по обновлению содержания Кодекса корпоративного поведения. Рекомендации Кодекса, подтвердившие свою практическую пользу и получившие признание делового сообщества, должны получить закрепление в законодательной базе.

Повышение уровня корпоративного управления в российских компаниях должно происходить в тесной связи с процессами усиления деятельности рынка ценных бумаг. В настоящее время отрасли российской экономики, кроме добывающих, сильно фрагментированы. Между тем в условиях растущей конкуренции консолидация совместной деятельности - одно из условий их выживания.

В рамках существующей системы распределения функций и полномочий в компаниях не обеспечивается единство регулирования, контроля и надзора за рынком ценных бумаг, что чревато конфликтом интересов и может тем самым оказать негативное воздействие на развитие рынка ценных бумаг и систему корпоративного управления.

Кроме того, опыт показывает, что наиболее эффективны системы управления, в которые законодательно встроены механизмы реализации интересов не только компаний, но и рынка ценных бумаг<sup>13</sup>.

На российском рынке ценных бумаг связь между практикой управления акционерных обществ и динамикой цен на их акции была подтверждена Российским институтом директоров: темп роста индекса компаний с более высоким уровнем корпоративного управления превышал темпы роста индекса компаний с более низким на 50 и более пунктов.

<sup>12</sup> Радыгин, А. Как защититься добросовестному инвестору. Некоторые прикладные рекомендации. / Радыгин А. // Журнал для акционеров. - 2003. - №5. - С. 15.

<sup>13</sup> Царикян, К. С. Инвестиции в акции. Просто и понятно/ Царикян К. С. - М.: Эксмо, 2008. - С.94

В условиях хозяйственного развития обе стороны взаимодействия – акционерный (корпоративный) капитал и рынок ценных бумаг – качественно обогащаются, совершенствуются. Само взаимодействие их становится более управляемым<sup>14</sup>.

Тем не менее для современного периода развития рынка ценных бумаг характерен низкий уровень координации органов государственного регулирования. При этом заметной тенденцией является углубление противоречий между ФКЦБ и наиболее влиятельными саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В целом, существующая модель регулирования рынка ценных бумаг продолжает оставаться административной, с явной тенденцией к усилению административного давления. Стратегической основой перспективного развития рынка ценных бумаг и корпоративного управления должны стать, с одной стороны, его либерализация, а с другой – использование разработанных государством положений Кодекса корпоративного поведения.

*Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах, определенных ВАК Минобрнауки России*

1. Тимофеев, А.Г. Подход к процессу принятия решения о покупке/продаже ценных бумаг на основе технического анализа // Обзорные прикладной и промышленной математики. – М., 2004. – Т.11. – С. 933-934.

2. Тимофеев, А.Г. Подход к применению эффективных финансовых инструментов и рычагов, основанных на конкурентоспособных условиях кредитования // Обзорные прикладной и промышленной математики. – М., 2004. – Т.12. – С. 926-927. ([www.tvp.ru](http://www.tvp.ru))

*Статьи, опубликованные в других научных изданиях*

3. Тимофеев, А.Г. К вопросу о совершенствовании методов прогноза. / В.Г. Пронников, А.Г. Тимофеев, О.В. Новоселова // Совершенствование управления отраслями АПК. Материалы научно-практической конференции. – Йошкар-Ола. – 1996. – С.89-90.

4. Тимофеев, А.Г. Учет динамики распределения с целью получения прогнозных данных. / С.К. Горшкова, А.Г. Тимофеев, Н.В. Пронникова // Основные направления концепции развития АПК в условиях рыночной экономики: Сб. науч. тр. – Йошкар-Ола, 1997. – С.138-140.

5. Тимофеев, А.Г. К вопросу о совершенствовании методологии изучения связей. / В.Г. Пронников, А.Г. Тимофеев // Государственное регулирование и информационное обеспечение реформ в АПК. – Йошкар-Ола, 1997. – С.25-26.

<sup>14</sup> Инвестирование : путеводитель от Financial Times : самый полный справочник по инвестированию и финансовым рынкам : пер. с англ. / Глен Арнольд Пер.: Arnold, Glen Guide to investing London [etc.] : Prentice Hall, 2004 (cop.) 0-273-66309-7 - Москва : Дело и сервис, 2007. – С.301

6. Тимофеев, А.Г. Современное состояние рынка инвестиций: условия оптимального пакета инвестиций. / И.А. Лебедев, М.Л. Николаев, А.Г. Тимофеев // Проблемы стабилизации и развития экономики АПК. – Йошкар-Ола, 2001. – С.27-30

7. Тимофеев, А.Г. Ценные бумаги как инструмент управления акционерной собственностью./ И.А. Лебедев, А.Г. Тимофеев // Проблемы стабилизации и развития экономики АПК. – Йошкар-Ола, 2001. – С.30-32

8. Тимофеев, А.Г. Проблемы развития рынка ценных бумаг. / А.Г. Тимофеев // Проблемы реформирования и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы научно-практ. конф., Йошкар-Ола, 2002. – С. 28-30

9. Тимофеев, А.Г. Современное состояние развития акционерной собственности. / И.А. Лебедев, А.Г. Тимофеев // Проблемы реформирования и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы научно-практ. конф., Йошкар-Ола, 2002. – С. 30-34

10. Тимофеев, А.Г. Значение анализа рынка в управлении портфелем ценных бумаг. / М.Л. Николаев, А.Г. Тимофеев // Проблемы реформирования и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы научно-практ. конф., Йошкар-Ола, 2002. – С. 26-28

11. Тимофеев, А.Г. Взаимосвязь рынка ценных бумаг и корпоративной собственности. / А.Г. Тимофеев // Основные направления стабилизации и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы науч.-практ. конф., Йошкар-Ола, 2004. – С. 30-34

12. Тимофеев, А.Г. Развитие регионального рынка ценных бумаг. / А.Г. Тимофеев // Стратегия развития отечественной экономики в конкурентной среде. Материалы науч.-практ. конф. – Йошкар-Ола, 2005. – С. 268-271.

13. Тимофеев, А.Г. К вопросу об эффективности применения финансовых инструментов. / А.Г. Тимофеев // Формирование инновационной стратегии развития экономики регионов России: Матер. Науч.-практ. Конф., Йошкар-Ола, 2006. – С. 267-268

14. Тимофеев, А.Г. Практика проведения аукционов при перераспределении прав собственности./А.Г. Тимофеев // Основные направления стабилизации и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы науч.практ. конф. - Йошкар-Ола, 2007, С. 177-178.

15. Тимофеев, А.Г. Из истории возникновения эффективного корпоративного управления./А.Г. Тимофеев // Основные направления стабилизации и укрепления экономики отраслей АПК. Материалы науч.практ. конф. - Йошкар-Ола, 2008, С. 177-178.

Подписано к печати 03.10.2008 г. Формат 60х84 1/16

Усл. печ.л. 1,0. Тираж 100 экз. Заказ № 3193

Отпечатано в ООП ГОУВПО «Марийский государственный университет»

424001, г. Йошкар-Ола, пл. Ленина, 1.

10.2

Согласен - 27.10.08